



买入

35% ↑

目标价格:人民币 31.50

原目标价格:人民币 26.00

600887.CH

价格:人民币 23.32

目标价格基础:25 倍 18 年市盈率

板块评级:增持

本报告要点

■ 伊利股份 2017 年中报点评

股价表现



(%)	今年	1	3	12
	至今	个月	个月	个月
绝对	36.3	13.0	20.1	43.1
相对上证指数	29.1	10.4	12.3	34.1
发行股数(百万)	6,079			
流通股(%)	99			
流通股市值(人民币 百万)	140,698			
3个月日均交易额(人民币 百万)	1,329			
净负债比率(%) (2017E)	56			
主要股东(%)				
香港中央结算有限公司	6			

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券
以 2017 年 8 月 31 日收市价为标准

相关研究报告

《食品饮料行业周报: 超预期成为主旋律》

2017.8.28

《伊利股份——剑指千亿五强, 最具世界级食品
龙头潜质》 2017.7.14

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

食品饮料

汤玮亮

(86755)82560506

weiliang.tang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517040002

伊利股份

收入超预期, 尽显王者霸气

伊利股份公布 17 年中报。17 年上半年实现营收 333.0 亿, 同比增 11.3%, 归母净利 33.6 亿, 同比增 4.8%, 扣非归母净利 31.2 亿, 同比增 22.3%, 每股收益 0.55 元, 2 季度营收 175.9 亿, 同比增 19.6%, 归母净利 16.3 亿, 同比降 1.6%, 扣非归母净利 14.6 亿, 同比增 28.6%, 领先蒙牛, 蒙牛 17 年上半年营收同比增 8.0%, 归母净利增 4.7%, 扣非归母净利增 17.8%。我们维持 17 年盈利预测, 上调 18-19 年预测, 预计 17-19 年每股收益分别为 1.04、1.26、1.48 元/股, 分别同比增 12%、21%、18%。给予 18 年市盈率 25 倍, 目标价上调至 31.50 元, 1 年向上空间 35%, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- **剔除剥离优然牧业和非经常损益影响, 业绩超预期。**剔除剥离优然牧业影响, 1H17 营收增 14% 左右, 2 季度增 22% 左右。2 季度归母净利降 1.6%, 但扣非归母净利增 28.6%。
- **消费升级+渠道下沉驱动伊利营收较快增长。**乳品需求超预期, 1H17 伊利液体乳收入增 12.7%、奶粉增 19.9%, 冷饮增 10.6%, 提速明显, 领跑行业。(1) 中国消费特点将推动乳品结构继续升级, 伊利充分享受消费升级。根据草根调研, 1H17 安慕希收入增 30%+, 金典增 15-20%, 低温酸奶增 15% 左右, 新品实现更高增速。(2) **三四线城乡需求超预期, 渠道下沉与新兴渠道拓展是伊利业绩增长的又一引擎。**根据尼尔森零研, 三四线城乡液态类乳品零售额增近 9%, 新兴渠道便利店零售额增 13.2%, 根据艾瑞电商, 乳品电商零售额增 22%。根据凯度调研, 伊利常温液态奶市场渗透率增 1.3pct, 渠道下沉增强市场渗透力。
- **奶粉业务深蹲起跳, 1H17 奶粉收入增 20%, 注册制配方数量领跑, 尽享行业复苏。**食药监已经公布七批注册制配方名单, 伊利以 21 个产品配方与蒙牛并列第一, 彰显伊利国产奶粉龙头实力。伊利国内 4 家奶粉厂皆有配方获批, 包括主力产品和尚未上市的新产品, 海外产能因海外工厂审核手续较多, 注册暂未落地, 预计后续落地不成问题。根据尼尔森零研, 1H17 伊利婴幼儿奶粉母婴渠道零售额同比大增 35.9%, 实现突破。我们认为, 短期看, 奶粉注册制落地带来渠道补库存, 奶粉业务 17-18 年有望继续提速; 长期看, 依托注册制整合调整奶粉产品品牌与结构、大力发展海外产能、突破母婴渠道, 伊利顺应消费升级大势, 打开奶粉业务未来成长空间。
- **产品结构升级抵消成本压力, 竞争格局有望持续改善。**(1) 1H17 成本压力较大, 但伊利通过产品结构升级有效抵消成本压力, 1H17 毛利率同比仅微降 0.8pct, 2 季度增 2.6pct。(2) 2 季度销售费用率增 2.6pct, 但销售费用可能存在季度间不均衡, 我们认为 1H17 销售费用率更能反应实际情况, 降 0.7pct, 竞争格局持续改善可期。(3) 1H17 管理费用率降 1.3pct, 其中 2 季度亦降 1.3pct, 主要受营改增科目调整和职工薪酬减少影响。

评级面临的主要风险

- 行业需求再度放缓、产品结构升级不及预期、食品安全风险。

估值

- 我们维持 17 年盈利预测, 上调 18-19 年预测, 预计 17-19 年每股收益分别为 1.04、1.26、1.48 元/股, 分别同比增 12%、21%、18%, 伊利最具世界级食品龙头潜质, 目前 17 年市盈率 22 倍, 对比全球乳业龙头和国内食品龙头, 伊利估值存在向上修复空间, 给予 18 年市盈率 25 倍, 目标价由 26.00 元上调至 31.50 元, 1 年向上空间 35%, 维持买入评级。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入(人民币 百万)	60,360	60,609	68,026	76,900	86,431
变动(%)	11	0	12	13	12
净利润(人民币 百万)	4,632	5,662	6,315	7,641	9,008
全面摊薄每股收益(人民币)	0.762	0.931	1.039	1.257	1.482
变动(%)	11.8	22.2	11.5	21.0	17.9
市场预期每股收益(人民币)			1.007	1.151	1.350
原先预测摊薄每股收益(人民币)			1.039	1.209	1.360
调整幅度(%)			0.0	4.0	9.0
全面摊薄市盈率(倍)	30.6	25.0	22.4	18.6	15.7
价格/每股现金流量(倍)	18.5	12.0	16.8	14.0	11.9
每股现金流量(人民币)	1.26	1.94	1.39	1.67	1.96
企业价值/息税折旧前利润(倍)	20.1	19.1	16.3	13.1	10.7
每股股息(人民币)	0.437	0.457	0.509	0.616	0.727
股息率(%)	1.9	2.0	2.2	2.6	3.1

资料来源: 公司数据及中银证券预测

支撑评级的要点

剔除剥离优然牧业和非经常损益影响，业绩超预期。剔除剥离优然牧业影响，17年上半年营收同比增14%左右，2季度增22%左右。2季度归母净利同比降1.6%，但扣非归母净利增28.6%。目前来看，完成17年经营计划（营业总收入650亿，利润总额62亿）和达成17年股权激励目标（17年扣非归母净利增长率至少为15.4%）几乎板上钉钉。

消费升级+渠道下沉驱动伊利营收较快增长。根据尼尔森零研，17年上半年液态类乳品与婴幼儿配方奶粉零售额同比增长7.3%、9.4%，远高于16年增速，乳品需求超预期。17年上半年伊利液体乳收入同比增12.7%、奶粉增19.9%，冷饮增10.6%，皆创14年以来历史同期增速新高，提速明显，领跑行业，根据草根调研，7月伊利收入继续保持较快增长。
(1) 中国消费特点将推动乳业产品结构继续升级，伊利充分享受消费升级。根据我们草根调研，17年上半年安慕希收入同比增30%+，金典增15-20%，低温酸奶增15%左右，新品实现更高增速，收入占比约为7%。
(2) 三四线城乡需求超预期，渠道下沉与新兴渠道拓展是伊利业绩增长的又一引擎。根据尼尔森零研，三四线城乡液态类乳品零售额同比增近9%，新兴渠道便利店零售额增13.2%，根据艾瑞电商，乳品电商零售额同比增22%。根据凯度调研，伊利常温液态奶市场渗透率达78.5%，同比增1.3pct，渠道下沉增强市场渗透力。

奶粉业务深蹲起跳，17年上半年奶粉收入同比增20%，注册制配方数量领跑，尽享行业复苏。17年上半年奶粉收入同比增19.9%，16年上半年低基数上，奶粉收入增速超预期。截至8月25日，食药监已经公布七批注册制配方名单，共计192个产品配方获批，其中伊利以21个产品配方与蒙牛并列第一，彰显伊利国产奶粉龙头实力。伊利国内4家奶粉厂皆有配方获批，包括主力产品和尚未上市的新产品，海外产能因海外工厂审核手续较多，注册暂未落地，预计后续落地不成问题。根据尼尔森零研，17年上半年伊利婴幼儿奶粉母婴渠道零售额同比大涨35.9%，实现突破。我们认为，短期看，奶粉注册制落地带来渠道补库存，奶粉业务17-18年有望继续提速；长期看，依托注册制整合调整奶粉产品品牌与结构、大力发展海外产能、突破母婴渠道，伊利顺应消费升级大势，打开奶粉业务未来成长空间。

产品结构升级抵消成本压力，竞争格局有望持续改善。(1) 17年上半年成本压力较大，国内原奶均价同比持平、利乐包未涨价、进口大包粉均价同比增50%、瓦楞纸均价同比增40-50%、白砂糖均价同比增20-30%，但伊利通过产品结构升级有效抵消成本压力，17年上半年毛利率同比仅微降0.8pct，2季度同比增2.6pct。(2) 2季度销售费用率同比增2.6pct，但销售费用可能存在季度间不均衡，我们认为17年上半年销售费用率更能反应实际情况，同比降0.7pct，竞争格局持续改善可期。(3) 17年上半年管理费用率同比降1.3pct，其中2季度亦降1.3pct，主要受营改增科目调整和职工薪酬减少影响。

评级面临的主要风险

行业需求再度放缓、产品结构升级不及预期、食品安全风险。

估值

我们维持17年盈利预测，上调18-19年预测，预计17-19年每股收益分别为1.04、1.26、1.48元/股，分别同比增12%、21%、18%，伊利最具世界级食品龙头潜质，目前17年市盈率22倍，对比全球乳业龙头和国内食品龙头，伊利估值存在向上修复空间，给予18年市盈率25倍，目标价由26.00元上调至31.50元，1年向上空间35%，维持买入评级。

图表 1. 2017 中报快读：营收、归母净利润分别增 11.3%、4.8%

(人民币, 百万)	2Q16	2Q17	同比增长(%)	1H16	1H17	同比增长(%)
营业收入	14,700	17,585	19.6	29,926	33,302	11.3
营业成本	9,397	10,783	14.7	18,268	20,583	12.7
毛利率(%)	36	39	2.6	39	38	(0.8)
毛利	5,303	6,803	28.3	11,658	12,719	9.1
营业税金及附加	84	154	83.9	176	273	55.0
销售费用	3,195	4,289	34.3	7,076	7,648	8.1
管理费用	771	697	(9.7)	1,558	1,290	(17.2)
财务费用	1	42	3,350.4	18	28	51.7
资产减值损失	17	10	(37.8)	42	37	(12.0)
公允价值变动收益	0	0	0.0	0	0	0.0
投资收益	306	22	(92.9)	318	68	(78.5)
营业利润	1,602	2,101	31.2	3,266	4,053	24.1
营业利润率(%)	11	12	1.1	11	12	1.3
营业外收入	403	(141)	(135.1)	580	22	(96.2)
营业外支出	32	10	(69.9)	39	76	96.2
利润总额	1,973	1,950	(1.1)	3,807	3,999	5.0
所得税	307	319	3.7	585	631	7.9
所得税率(%)	24	15	(8.4)	20	16	(4.0)
少数股东权益	7	1	(87.3)	11	4	(65.6)
归属于母公司净利润	1,658	1,630	(1.6)	3,211	3,364	4.8
净利率(%)	11	9	(2.1)	11	10	(0.7)
每股收益(元)	0	0	(1.6)	1	1	4.8

资料来源：万得，中银证券

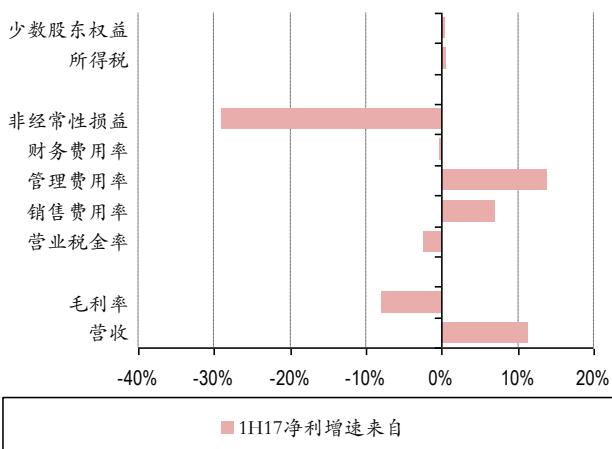
注：半年报口径调整导致 2Q17 营业外收入为负数

图表 2. 分品类分系列：液体乳营收增 12.7%，奶粉营收增 19.9%

(人民币, 百万)	1H16	2H16	1H17
液体乳			
收入	23,494.6	26,027.7	26,490.0
同比增长	4.8	5.3	12.7
毛利率(%)	37.2	34.8	35.9
同比提升	4.5 pct	(0.5 pct)	(1.3 pct)
奶粉			
收入	2,533.5	2,922.2	3,038.9
同比增长	(24.1)	(6.1)	19.9
毛利率(%)	58.5	54.1	56.7
同比提升	6.5 pct	(6.1 pct)	(1.8 pct)
冷饮			
收入	2,930.7	1,263.5	3,242.0
同比增长	(2.0)	14.0	10.6
毛利率(%)	43.7	41.7	43.9
同比提升	5.6 pct	10.0 pct	0.3 pct
混合饲料			
收入	408.2	-	-
毛利率(%)	24.7	-	-

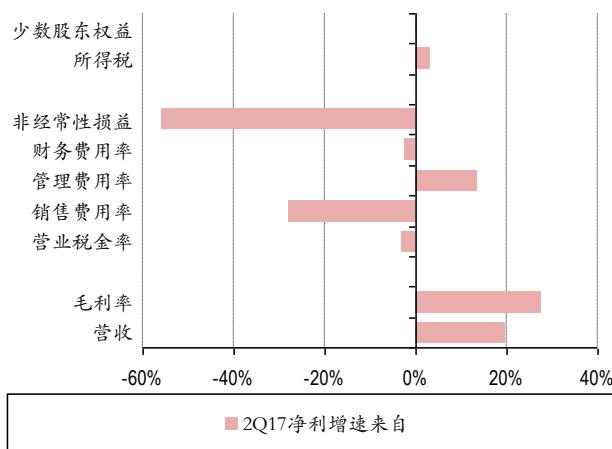
资料来源：万得，中银证券

图表 3. 1H17 业绩增长的主要原因



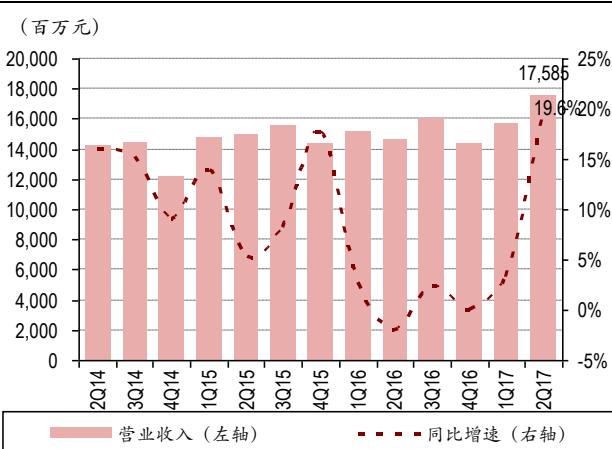
资料来源：中银证券

图表 4. 2Q17 业绩增长的主要原因



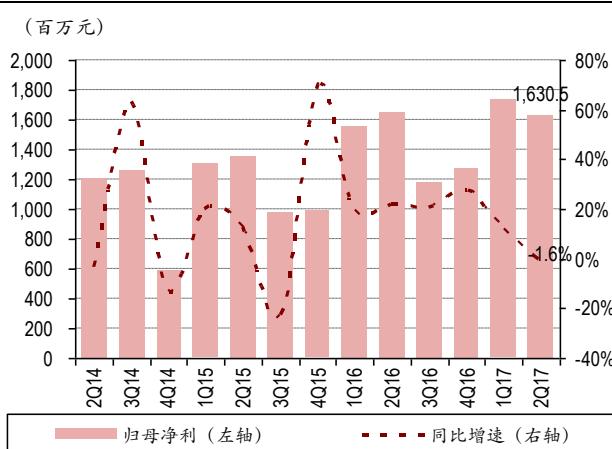
资料来源：中银证券

图表 5. 2Q17 营收增长 19.6%



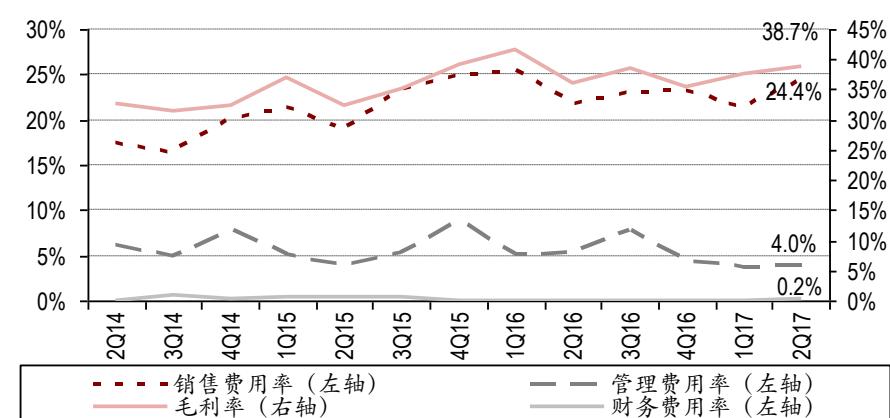
资料来源：万得，中银证券

图表 6. 2Q17 归母净利同比降 1.6%



资料来源：万得，中银证券

图表 7. 2Q17 毛利率 38.7%，销售费用率 24.4%



资料来源：万得，中银证券

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入	60,360	60,609	68,026	76,900	86,431
销售成本	(38,627)	(37,848)	(42,881)	(47,991)	(53,455)
经营费用	(15,004)	(16,063)	(17,348)	(19,388)	(21,574)
息税折旧前利润	6,729	6,698	7,797	9,521	11,402
折旧及摊销	1,724	1,553	1,065	1,344	1,635
经营利润(息税前利润)	5,005	5,145	6,733	8,177	9,767
净利润收入/(费用)	(297)	(24)	14	(75)	(110)
其他收益/(损失)	816	1,511	747	966	1,034
税前利润	5,524	6,632	7,439	9,001	10,611
所得税	(869)	(963)	(1,116)	(1,350)	(1,592)
少数股东权益	(23)	(7)	(8)	(10)	(11)
净利润	4,632	5,662	6,315	7,641	9,008
核心净利润	4,731	5,823	6,405	7,742	9,122
每股收益(人民币)	0.762	0.931	1.039	1.257	1.482
核心每股收益(人民币)	0.778	0.958	1.054	1.274	1.501
每股股息(人民币)	0.437	0.457	0.509	0.616	0.727
收入增长(%)	11	0	12	13	12
息税前利润增长(%)	13	3	31	21	19
息税折旧前利润增长(%)	15	(0)	16	22	20
每股收益增长(%)	12	22	12	21	18
核心每股收益增长(%)	13	23	10	21	18

资料来源: 公司数据及中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
税前利润	5,524	6,632	7,439	9,001	10,611
折旧与摊销	1,724	1,553	1,065	1,344	1,635
净利润息费用	297	24	41	142	190
运营资本变动	(51)	44	(89)	(106)	(114)
税金	(914)	(977)	(1,132)	(1,370)	(1,615)
其他经营现金流	1,079	4,499	1,127	1,149	1,185
经营活动产生的现金流	7,659	11,775	8,451	10,160	11,892
购买固定资产净值	(3,652)	(3,419)	(3,500)	(3,500)	(3,500)
投资减少/增加	157	(1,111)	147	293	273
其他投资现金流	615	2,283	(807)	(1,138)	(1,265)
投资活动产生的现金流	(2,880)	(2,247)	(4,160)	(4,345)	(4,492)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	757	(3,236)	2,785	1,000	1,000
支付股息	(2,659)	(2,776)	(3,096)	(3,747)	(4,417)
其他融资现金流	(4,066)	(2,776)	0	0	0
融资活动产生的现金流	(5,968)	(8,788)	(311)	(2,747)	(3,417)
现金变动	(1,189)	740	3,980	3,068	3,983
期初现金	14,273	13,084	13,824	17,804	20,872
公司自由现金流	4,779	9,528	4,291	5,815	7,400
权益自由现金流	5,834	6,316	7,117	6,957	8,590

资料来源: 公司数据及中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	14,354	15,141	19,245	22,501	26,686
应收帐款	769	725	814	920	1,034
库存	4,663	4,326	4,893	5,476	6,098
其他流动资产	0	0	0	0	0
流动资产总计	19,786	20,193	24,952	28,897	33,819
固定资产	15,342	14,533	17,515	20,456	23,254
无形资产	956	991	941	892	842
其他长期资产	3,547	3,546	3,580	3,615	3,649
长期资产总计	19,845	19,070	22,037	24,962	27,746
总资产	39,631	39,262	46,989	53,860	61,564
应付帐款	6,642	7,091	8,021	8,975	9,996
短期债务	6,274	215	3,000	4,000	5,000
其他流动负债	5,286	7,602	8,391	9,408	10,495
流动负债总计	18,202	14,907	19,411	22,383	25,491
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	1,283	1,119	1,119	1,119	1,119
股本	19,984	23,082	26,300	30,194	34,785
储备	0	0	0	0	0
股东权益	19,984	23,082	26,300	30,194	34,785
少数股东权益	162	154	158	163	169
总负债及权益	39,631	39,262	46,989	53,860	61,564
每股帐面价值(人民币)	3.29	3.80	4.33	4.97	5.72
每股有形资产(人民币)	3.13	3.63	4.17	4.82	5.58
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.12)	(2.24)	(2.44)	(2.78)	(3.27)

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	11.1	11.1	11.5	12.4	13.2
息税前利润率(%)	8.3	8.5	9.9	10.6	11.3
税前利润率(%)	9.2	10.9	10.9	11.7	12.3
净利率(%)	7.7	9.3	9.3	9.9	10.4
流动性					
流动比率(倍)	1.1	1.4	1.3	1.3	1.3
利息覆盖率(倍)	16.9	217.4	164.9	57.8	51.6
净权益负债率(%)	33.8	58.6	55.9	55.6	56.8
速动比率(倍)	0.8	1.1	1.0	1.0	1.1
估值					
市盈率(倍)	30.6	25.0	22.4	18.6	15.7
核心业务市盈率(倍)	30.0	24.3	22.1	18.3	15.5
目标价对应核心业务市盈率(倍)	40.5	32.9	29.9	24.7	21.0
市净率(倍)	7.1	6.1	5.4	4.7	4.1
价格/现金流(倍)	18.5	12.0	16.8	14.0	11.9
企业价值/息税折旧前利润率(倍)	20.1	19.1	16.3	13.1	10.7
周转率					
存货周转天数	14.1	27.1	24.7	24.6	24.4
应收帐款周转天数	2.3	4.5	4.1	4.1	4.1
应付帐款周转天数	20.1	41.3	40.5	40.3	40.1
回报率					
股息支付率(%)	57.4	49.0	49.0	49.0	49.0
净资产收益率(%)	46.4	26.3	25.6	27.1	27.7
资产收益率(%)	21.3	11.1	13.3	13.8	14.4
已运用资本收益率(%)	37.9	20.6	25.7	25.8	26.5

资料来源: 公司数据及中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；

谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；

持有：预计该公司股价在未来 12 个月内上下 10%区间内波动；

卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；

未有评级 (NR) 。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；

中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；

减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371